



格林期货研发中心

宏观经济研究员 刘晓亮

电话: 010-66218600

liuxiaoliang@21cgreen.com

宏观经济专题报告

-政策拐点已现,经济仍将面临加速下滑

一、中国经济面临加速下滑

1.与GDP密切相关的经济数据

2.工业增速将出现较大下滑

3.房地产投资将加速下滑

4.进出口、外商直接投资均不乐观;外汇占款首现负增长

5.消费取决于汽车和地产

二、政策展望及其与经济增速的关系

1.信贷是地产投资回暖的先行指标

2.信贷是工业增速回暖的先行指标

3.新增贷款和货币供应

4.政策效果有滞后性,经济加速下滑仍不可避免,预计明年二 季度见底

5.房地产政策展望-地方与中央的博弈,全面放松仍需时日

6.欧债危机是一个变量-总体影响偏负面,其进程影响政策放松 的节奏

三、市场研判

独立性声明:

作者保证报告所采用数据均来自于合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断,并得出结论,力求客观、公正、结论不受任何第三方的授意,影响特此声明。

宏观经济专题报告-政策拐点已现，经济仍将面临加速下滑

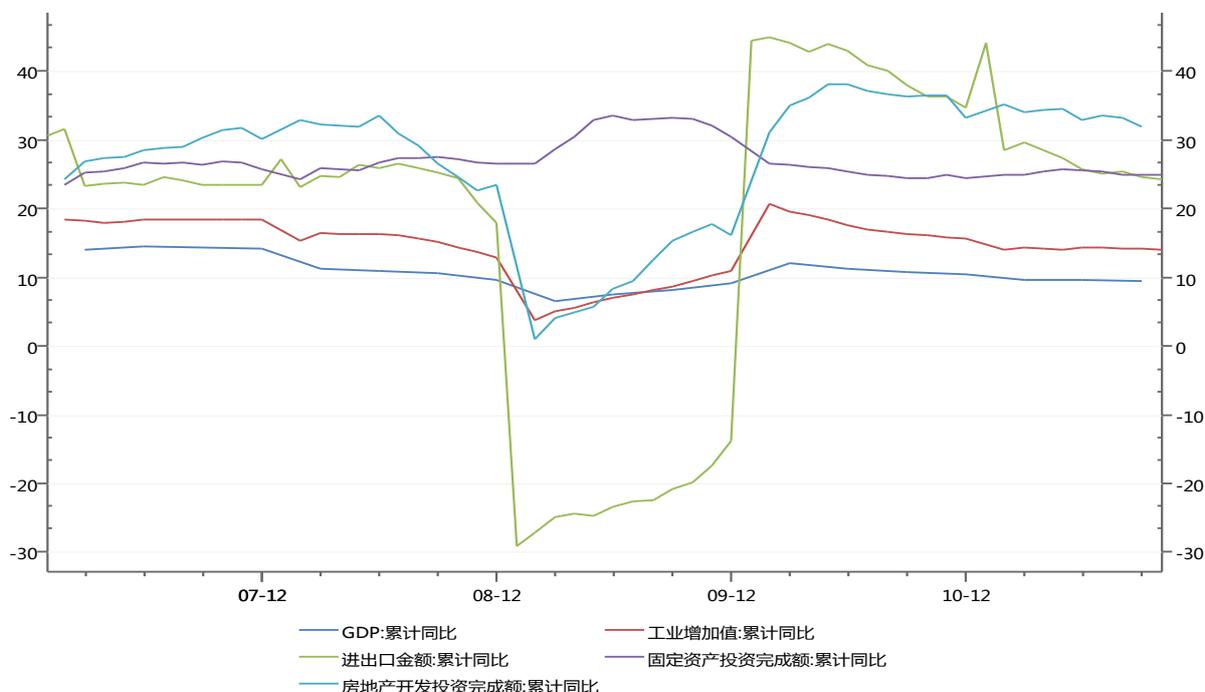
10月30日晚间，中国人民银行宣布从2011年12月5日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。对于存款准备金的下调，我们最早在10月19日的宏观经济早评中予以提示，指出“如果近两个月下调一次存款准备金率，我们也不会感到意外”。而后，我们在月报、周报和专题报告中曾反复提及下调存准率或差别存准率的可能性和必要性。

种种迹象表明，中国经济即将面临加速下滑，并由此可能引发的民间借贷、地方债务等一系列风险，温家宝总理前期强调对经济进行“预调微调”，定向“微调”自10月已经开始，而此次下调存准率正是对经济大幅下滑的“预调”的开始，并且正式宣告中国宏观经济政策的拐点已经出现。

一、中国经济面临加速下滑

展望即将出台的11月宏观经济数据，我们难言乐观。中国经济已经进入了经济增速和通胀水平双降的通道，而这种下滑将以加速的态势展现在我们面前。

1.与GDP密切相关的经济数据



数据来源:Wind资讯

图1 GDP增速与工业、固投、进出口、房地产投资增速的关系

(数据来源: WIND 格林期货研发中心)

不难发现,真正主导中国经济增长的是房地产投资和工业增速,工业增加值和房地产投资数据与GDP呈现很强的正相关性,进出口受到国际经济形势的影响,波动剧烈。下面我们将分项进行详细论述。

2. 工业增速将出现较大下滑

11月的数据显示PPI出现大幅下降,同比上涨5.0%,比上月回落1.5个百分点,环比大幅下降0.7%,是自2010年8月以来首次负增长,也是自08年金融危机后环比的最大降幅。

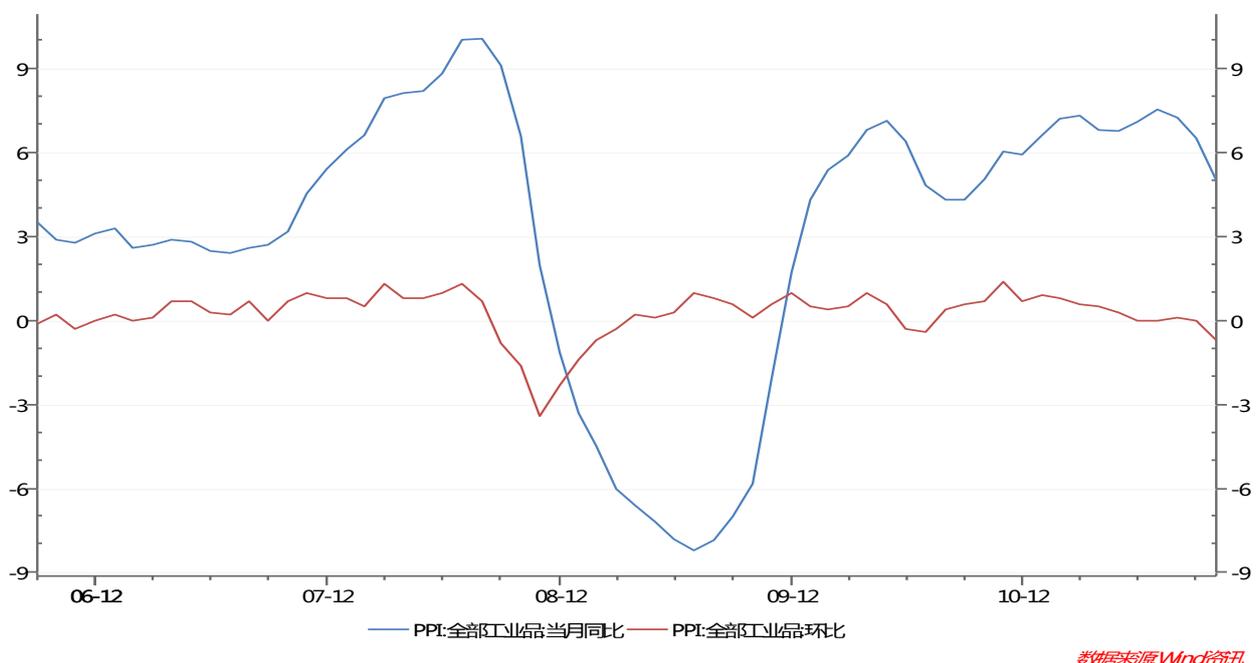
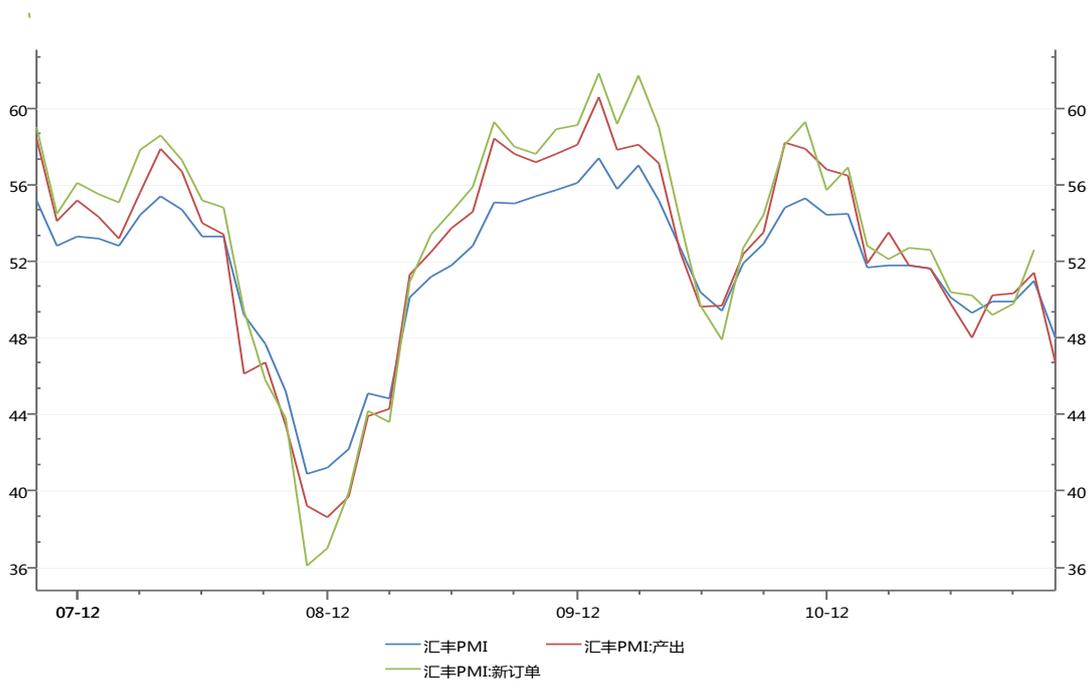


图 2 PPI 出现大幅回落

(数据来源: WIND 格林期货研发中心)

汇丰PMI初值从50以上大幅下滑至48,同时产出分项从51.4下滑到46.7,新订单分项由52.6下滑到45.7,降幅巨大。

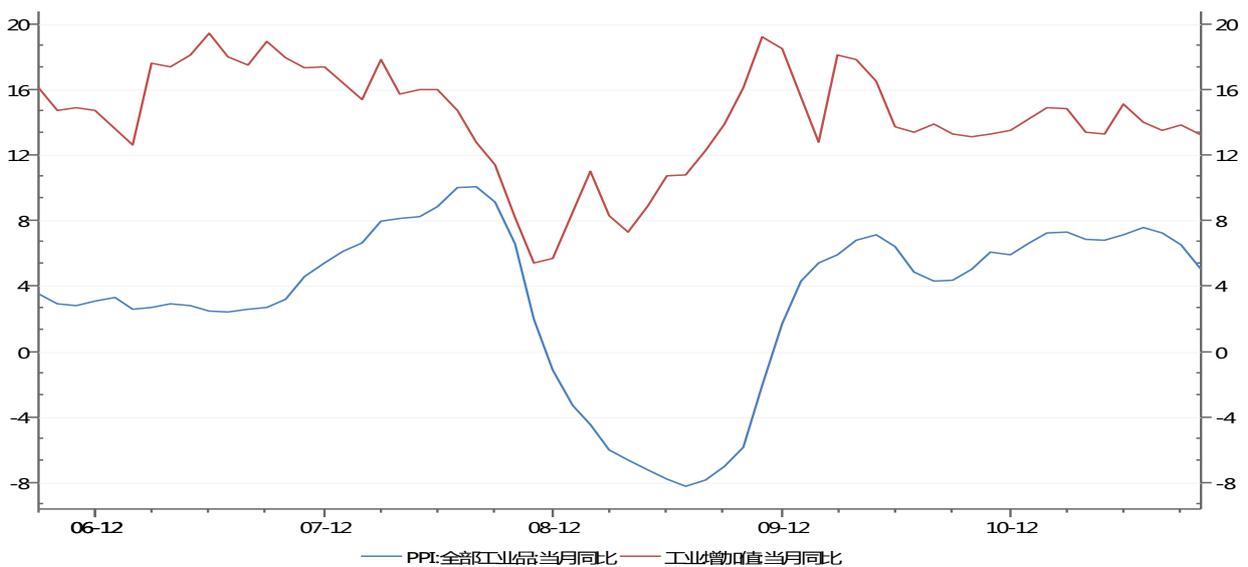


数据来源:Wind资讯

图3 汇丰PMI出现大幅下滑

(数据来源: WIND 格林期货研发中心)

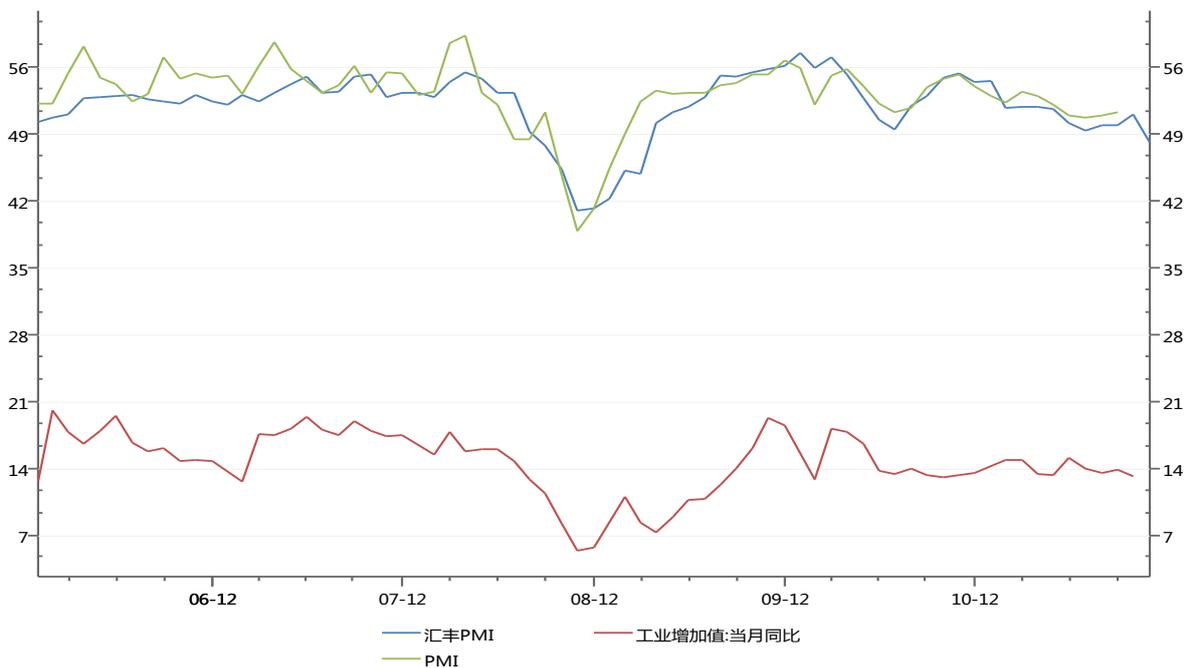
PPI和PMI数据与工业增加值相关性密切, 汇丰的PMI初值产出和新订单项均出现明显回落说明由于内需和外需同时放缓, 工业活动减速明显。我们认为, 11月我国官方的PMI指数也将回落至50下方, 工业增加值数据出现较为明显回落, 制造业将经历痛苦的去库存的过程。



数据来源:Wind资讯

图4 工业增加值与PPI

(数据来源: WIND 格林期货研发中心)



数据来源: Wind资讯

图 5 工业增加值与 PMI

(数据来源: WIND 格林期货研发中心)

3. 房地产投资将加速下滑

房地产价格方面，统计局公布的房地产价格显示，10月70个大中城市中无论新建住宅还是二手住宅价格均呈现明显下降。其中，新建住宅与9月份相比，环比价格下降的城市增加了17个，环比价格上涨的城市中，涨幅均未超过0.2%。二手住宅与9月份相比，环比价格下降的城市增加了13个，价格上涨的城市中，环比价格涨幅均未超过0.5%。

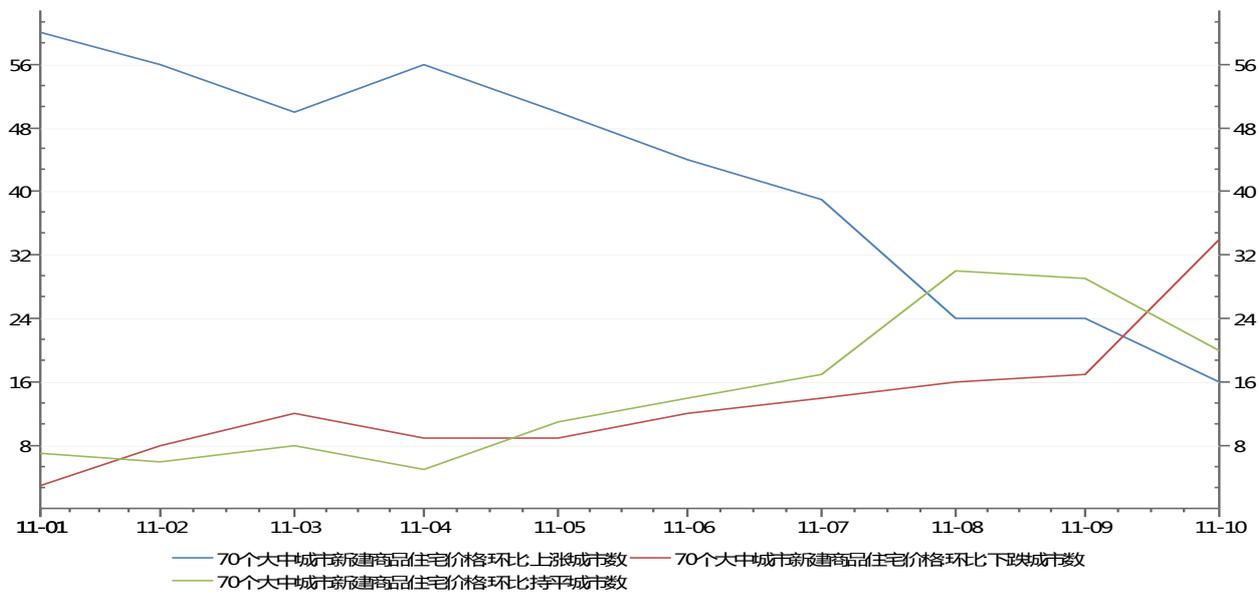


图6 70个大中城市新建住宅价格涨跌
(数据来源: WIND 格林期货研发中心)

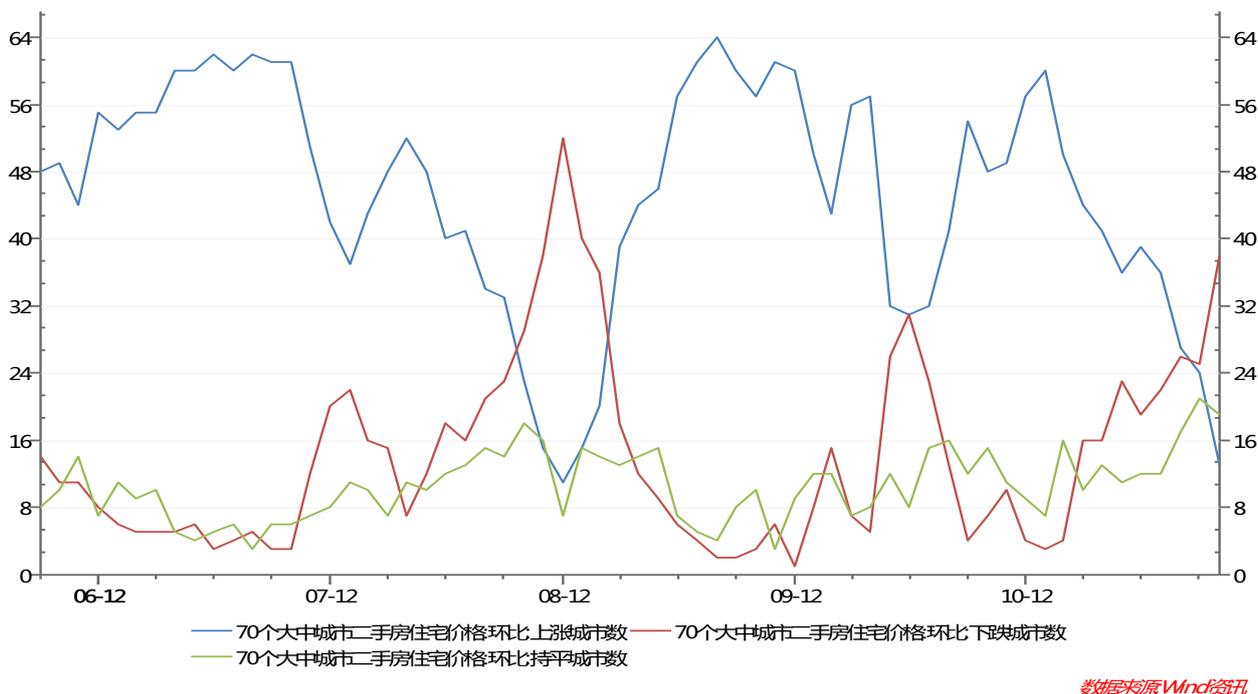


图7 70个大中城市二手房价格涨跌
(数据来源: WIND 格林期货研发中心)

在房地产成交量方面，中国指数研究院提供的数据显示，10月份受监测的35个城市中，30城市楼市成交量同比下降，9城市成交量降幅在50%以上。

上述数据不难看出，房地产价格和成交量都出现了明显的下降，房价的拐点已经确立。

商品房销售面积对房地产投资有领先意义，从销售面积来看，自09年底以来一直处于一个下降趋势中，综合前述的价格和成交量数据可以推断，未来的销售面积仍将下滑，我们认为未来三个月增速可能下滑至0以下。而房地产投资增速也将从目前的相对高位快速回调至20%左右。



数据来源:Wind资讯

图8 房地产投资与商品房销售面积

(数据来源:WIND 格林期货研发中心)

我们再来看房地产投资的资金来源数据，从图9可以看出，目前国内银行业对地产投资的贷款监管非常谨慎，国内贷款累计同比从2009年12月的49.4%逐月下滑至目前的1%，其中银行贷款累计同比从2009年12月的49.9%逐月下滑至目前的-2.2%。随着近期对地产信托监管力度的扩大，非银行金融机构的资金来源开始下滑，而外商的投资受到国际大环境的作用近两月也大幅回落，只有房地产商的自筹资金在苦苦支撑。从上面的分析可以看出，地产商的融资渠道收窄明显，资金链将加速趋紧，对于大部分地产商而言，逆势拿地和开发投资势必放缓，这也在很大程度上会促成房地产投资增速的下滑。

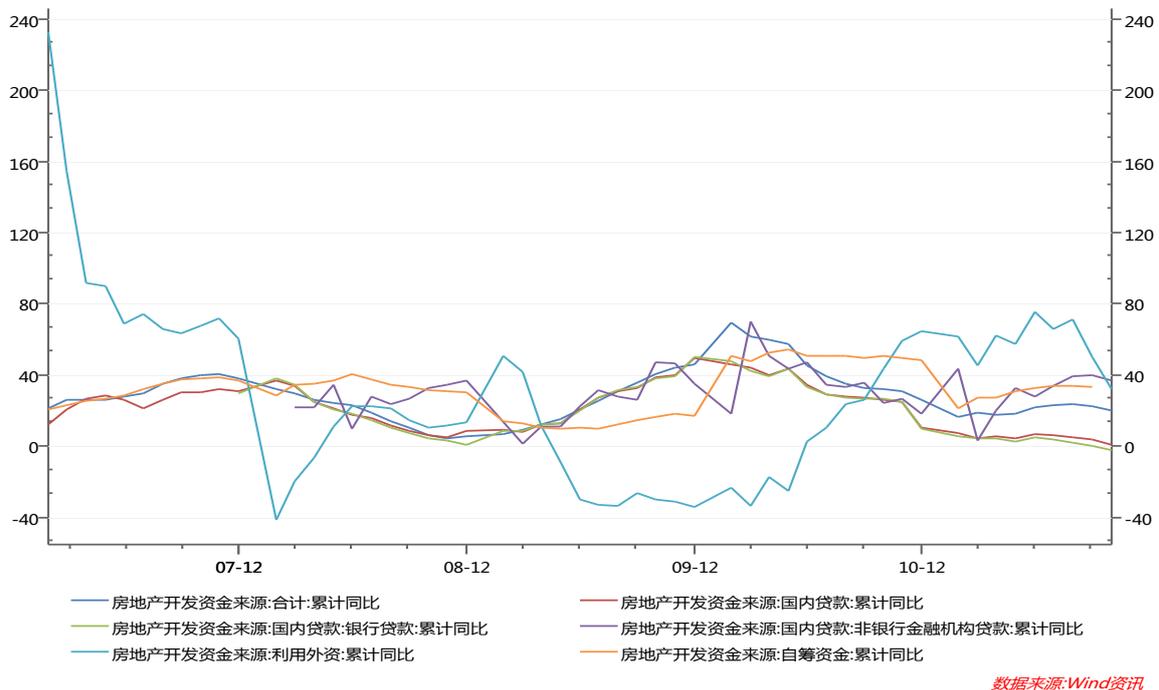
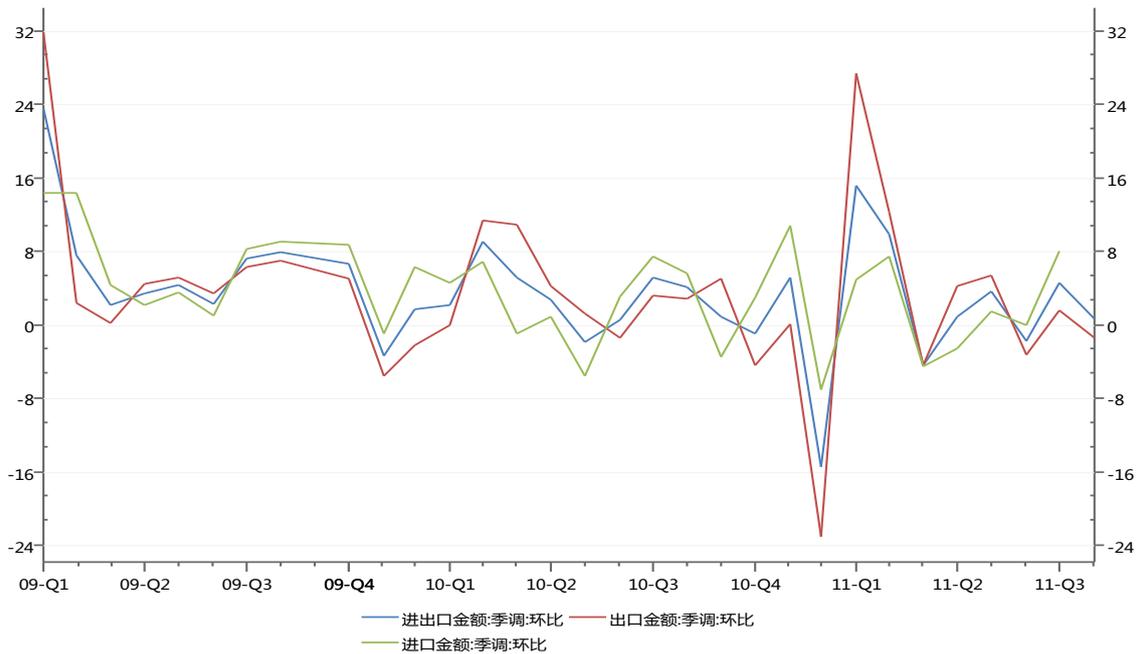


图9 房地产开发资金来源

(数据来源: WIND 格林期货研发中心)

4. 进出口、外商直接投资均不乐观；外汇占款首现负增长

10月出口同比增长14.4%，进口同比增长22.4%；出口环比下降1.4%，进口环比增长3.2%。进出口增速均在下滑，其中出口下滑明显，环比出现负增长。从国际环境来看，欧洲经济面临衰退的风险，美国经济仍在艰难复苏，日本最新出炉的PMI数据也跌至50以下，世界经济仍处在后危机时代的泥潭里并有二次探底的风险。这样的环境下，我国的出口数据将出现较大幅度的下降，而随着国内需求的放缓，进口数据也难以保持目前的高增长态势。



数据来源:Wind资讯

图 10 进出口环比

(数据来源:WIND 格林期货研发中心)

1-10月,亚洲十国/地区实际投入外资818.96亿美元,同比增长20.67%,其中日本增长65.5%。欧盟27国实际投入外资55.08亿美元,同比增长1.05%。美国实际投入外资25.67亿美元,同比下降18.13%,比前9个月降幅扩大近9个百分点。其中欧盟的投资在9月曾出现负增长,美国10月的数据出现大幅下降,说明欧美对华的直接投资下滑态势十分明显。而随着日本经济增速的放缓和欧美经济不景气向亚太地区蔓延,亚洲地区的外商投资增速也难以维持目前高位。

外汇占款10月负增长248.92亿元,为2007年12月份以来的首次负增长,人民币的升值临界点已经来临。虽然外汇占款受到贸易顺差和外商直接投资的影响,但热钱的大举撤离是不争的事实。一方面,由于欧美债务危机的拖累,国际投资者有回笼资金自保的需要,近期国际投行在香港接连抛售中资银行股股份,而外资最早的撤离迹象则可以追溯到今年9月黑石抛售上海房产的消息;另一方面,近期美元走势坚挺,美国国债收益率维持在低位水平,而最近一期的德国国债发行却意外遇冷,说明国际资本对于欧洲的前景开始整体看淡,全球的资金有加速回流美国的趋势。

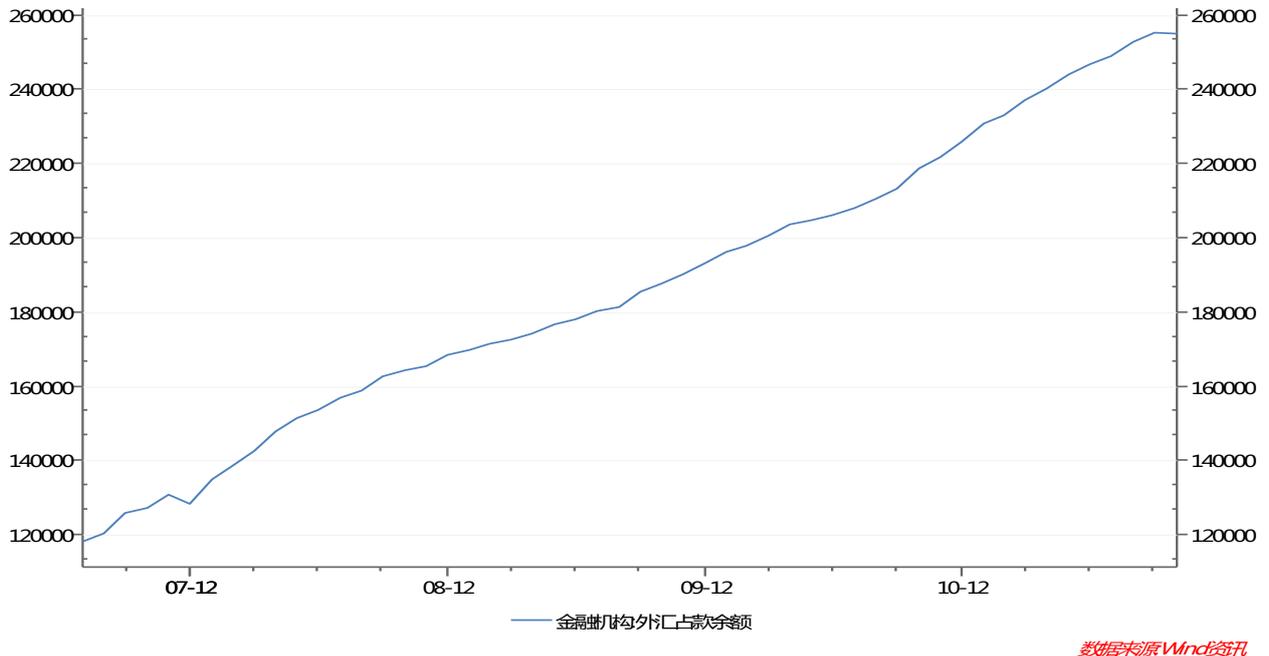


图11 外汇占款自07年12月以来首次下降

(数据来源: WIND 格林期货研发中心)

5. 消费取决于汽车和地产

无论是社会消费总额还是限额以上零售，11年增速均比10年明显回落。由于通胀回落，社会消费总额在11年仍有下降的要求。而相对社会消费总额，限额以上零售与经济的同步性更为明显，08年的消费下滑首先体现在限额以上零售上。



图12 社会消费总额和限额以上零售

(数据来源：格林期货研发中心)

而在限额以上零售中，耐用品占到40%左右的比例，其中汽车在耐用品中占到60%以上。

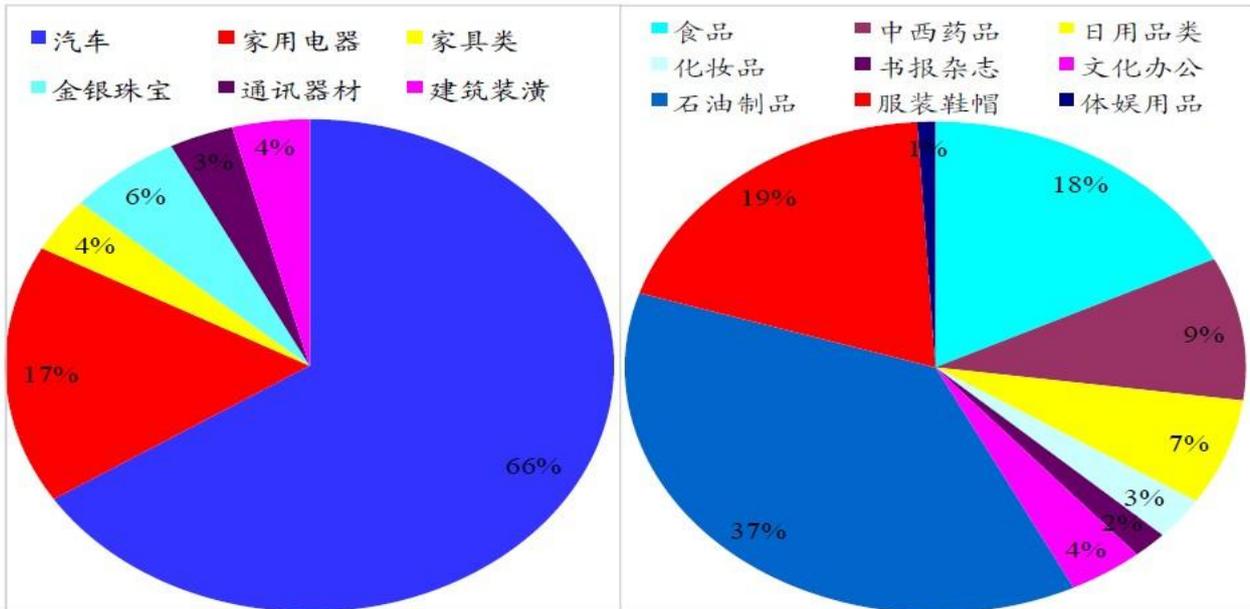
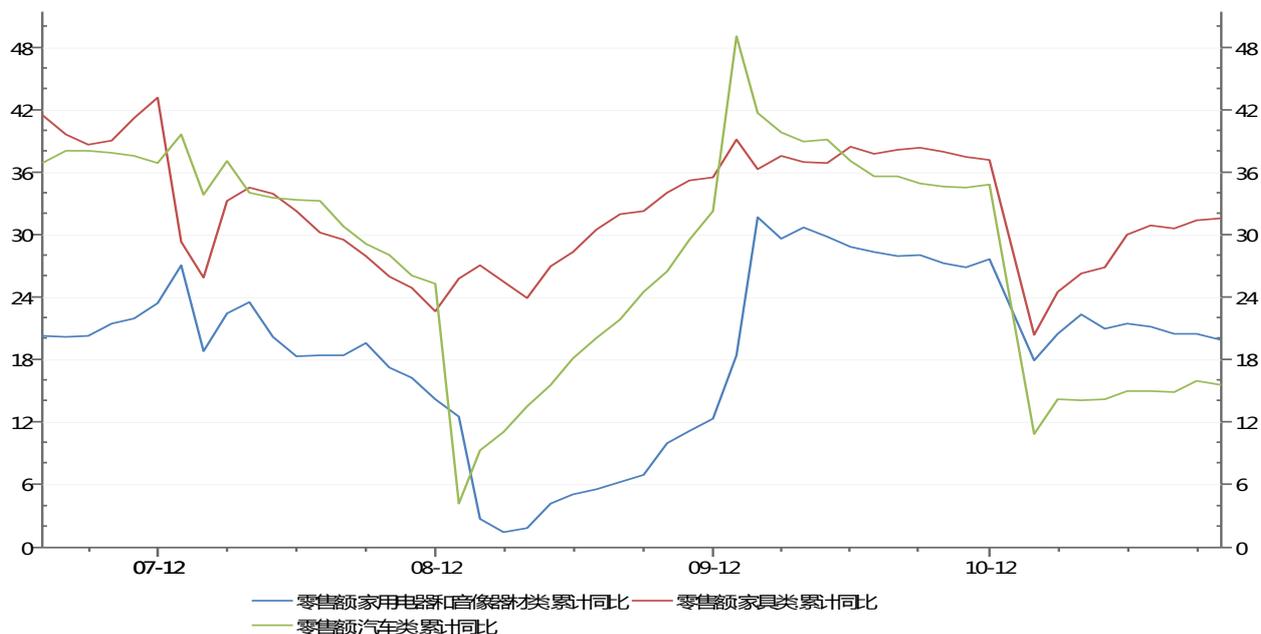


图13 耐用品和非耐用品

(数据来源：格林期货研发中心)

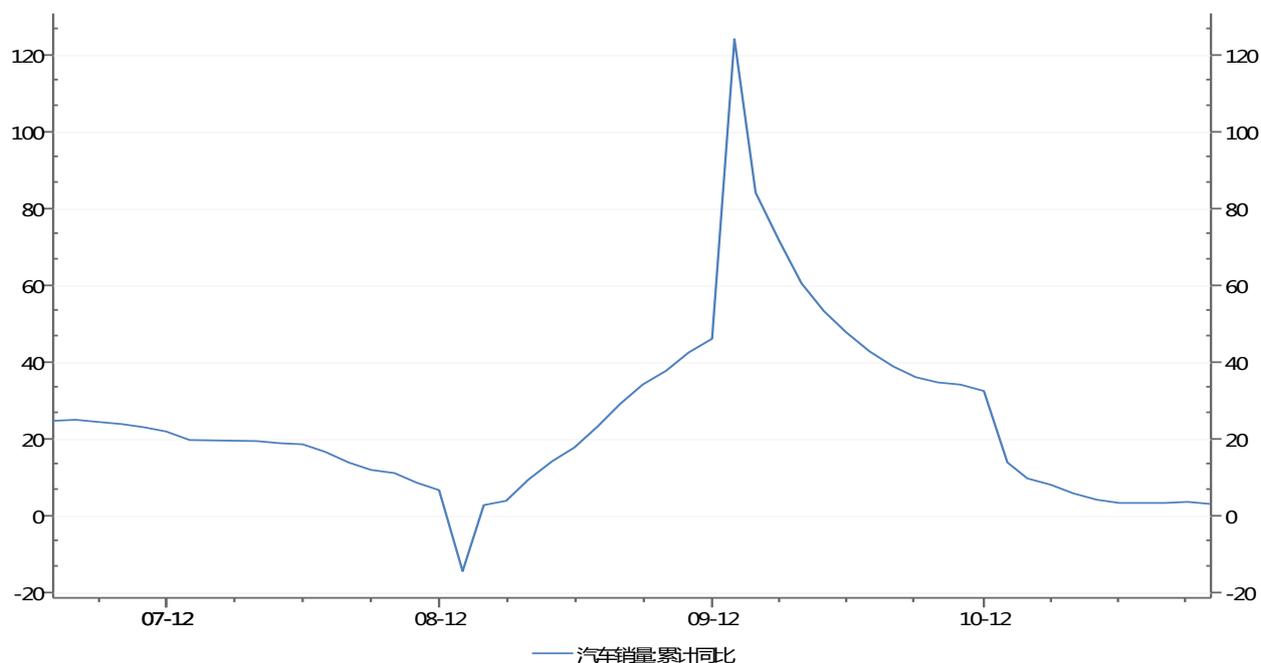
我们不难看出，在最能反映经济走势的限额以上零售数据中，汽车消费起到龙头作用。而汽车和家电以及家具的走势极为具有相关性，家电及家具的消费又受到上文所说的地产投资增速的影响极大，这也从一个侧面反映了地产投资对于中国经济的重要性。



数据来源Wind资讯

图14 汽车、家电和家具零售走势相关性

(数据来源：WIND 格林期货研发中心)



数据来源Wind资讯

图15 汽车销量随着刺激政策退出大幅下滑

(数据来源：WIND 格林期货研发中心)

综合上面分析，消费的增长还要看汽车和地产，而地产的走势我们已经在前文中分析过了，随着地产投资和销售面积的下降，以及汽车消费的低位徘徊，消费也很难有大的起色。

二、政策展望及其与经济增速的关系

1. 信贷是地产投资回暖的先行指标

由下图可以看出，信贷增量成为商品房销售面积的先行指标，再由前文，销售面积又是地产投资的先行指标，所以决定地产投资的关键因素在信贷，这在房地产资金来源的论述中也能得到答案。

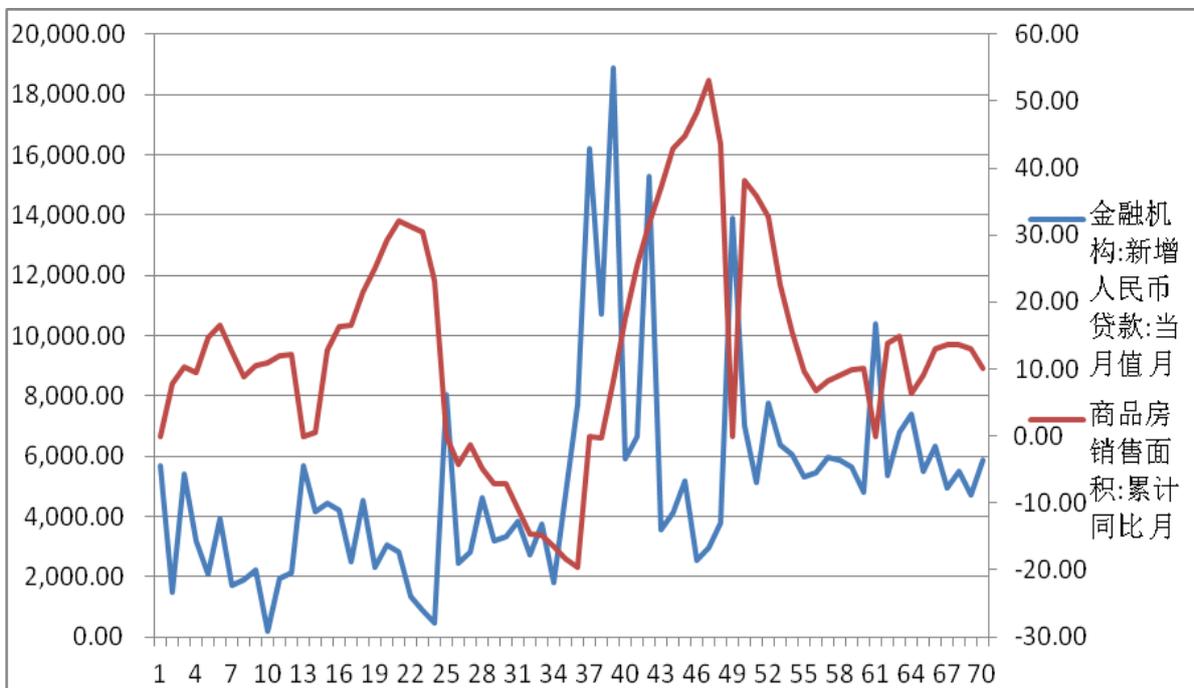


图16 信贷与商品房销售面积

(数据来源：WIND 格林期货研发中心)

2. 信贷是工业增速回暖的先行指标

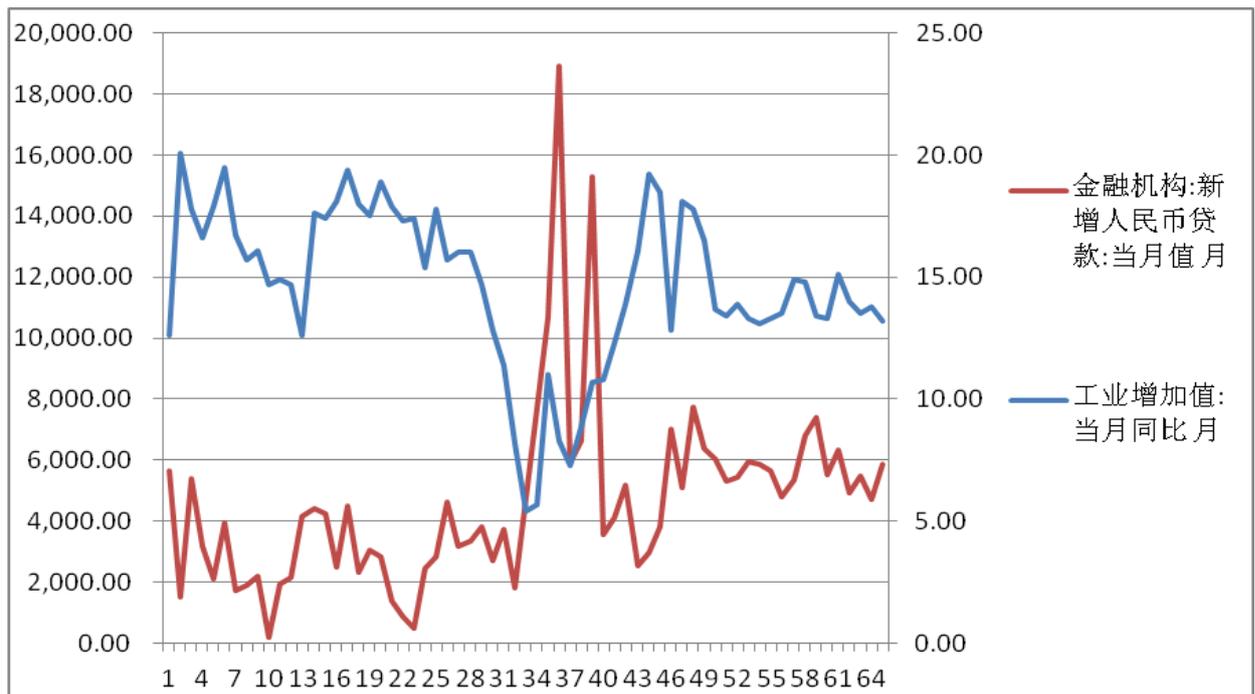


图17 信贷与工业增加值

(数据来源：WIND 格林期货研发中心)

3.新增贷款和货币供应

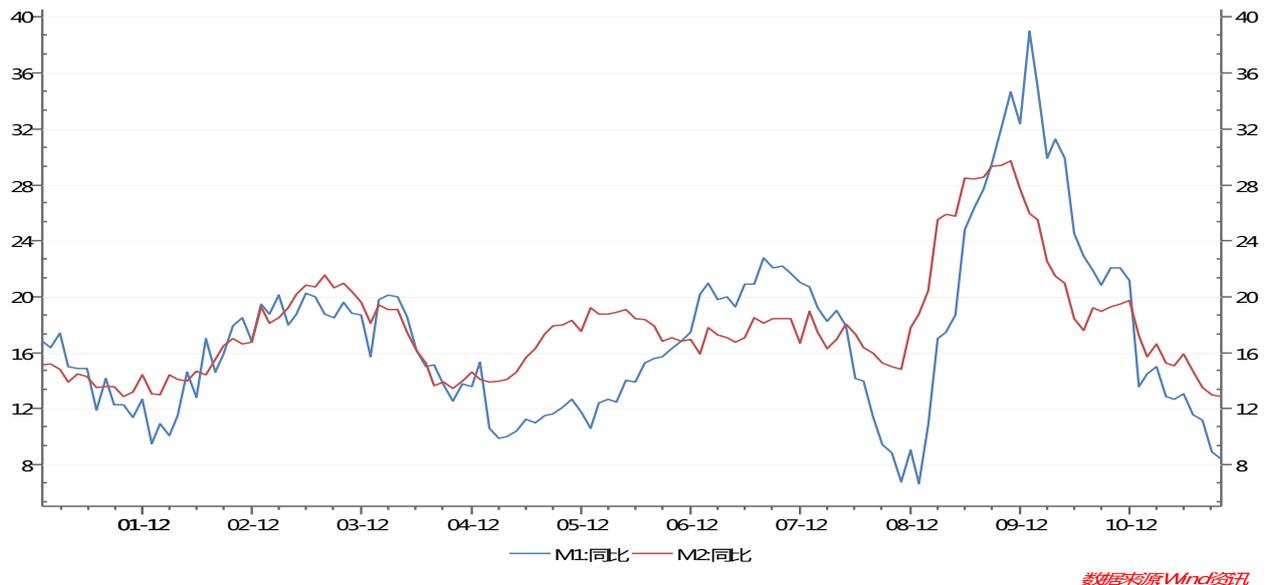


图18 M1 M2已处低位，未来有望回升

(数据来源：WIND 格林期货研发中心)

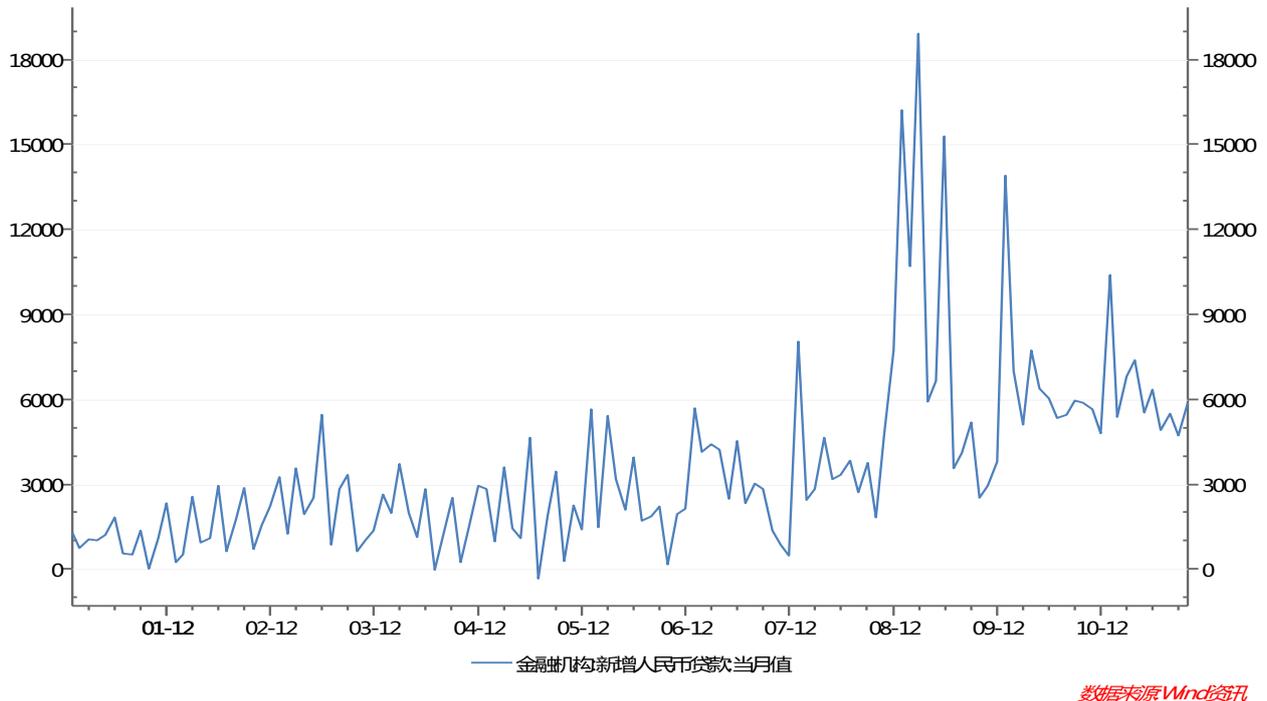


图19 人民币新增贷款10月为5868亿元，如果未来两月持续保持6000亿元左右水平，确认信贷

转向

(数据来源：WIND 格林期货研发中心)

4.政策效果有滞后性，经济加速下滑仍不可避免，预计明年二季度见底

工业增速的放缓与地产投资增速的下滑与本轮持续的紧缩政策密不可分，而存款准备金的下调标志着本轮政策的拐点已现，全面的紧缩政策已宣告结束，由于政策的效果有一定的滞后性，经济加速下滑局面仍不可避免，2011年四季度的经济增速可能下滑至8.5%，而11月的CPI也将下滑至5%以下。随着信贷的逐步宽松，中国经济有望在明年二季度或三季度初见到底部。

5.房地产政策展望-地方与中央的博弈，全面放松仍需时日

虽然准备金率的下调信号意义明显，信贷的逐步放开有助于逐步缓解地产投资领域较为紧张的环境，但我们认为针对房地产行业的调控政策全面放松在短期内仍难以看到。11月的地产政策呈现诸侯试探中央的格局。成都变相松动限购令，执行一周即被叫停；而北京重新界定普通住房标准，相关部门的发文更是开宗明义，强调“为合理引导住房消费”。地方的

这些“微调”主要是来自中央对于宏观调控进行“微调预调”这一措辞上的微妙变化。在工业增速和进出口增速出现明显回落、地产投资下滑引发地方土地财政逐步陷入僵局的情况下，地方政府的“救市”政策会越来越多，而中央短期内不会出台扭转性的政策，但会视国际国内的形式对地方的容忍度进行调整，这也是中央进行全局调控的一个重要手段。我们认为，地产政策的全面松绑可能在明年一季度末或二季度初，这种自下而上的政策松绑与08年的情况将十分相似。而一旦地产的调控出现全面松绑，中国经济见底的时日也将不远，这与我们上面的判断一脉相承。

6. 欧债危机是一个变量-总体影响偏负面，其进程影响政策放松的节奏

明年2-4月将是意大利的偿债高峰，欧洲如何能挺过这个坎取决于12月和1月欧盟区领导人解决问题的能力，一旦意大利崩盘，欧洲必定崩盘，所以，死还是不死？早死还是晚死？都将在这两个月见分晓。德国式的“慢药”政策已经不能在短期挽回投资者的信心，EFSF的扩容虽然有进展但仍需解决资金来源和投资者信心的问题，IMF和欧洲央行仍需扮演重要角色。我们认为欧债危机的发展路径将呈现基本模式、崩溃模式和奇迹模式，而这三种演变也将对国内政策的调整结构产生很大影响。

在基本模式下，希腊这样的非核心国家将会有序退出欧元区，意大利、西班牙这些核心国家将进行艰苦的财政整固，同时由欧洲央行提供流动性担保，这种模式下欧元区经济和银行业将受到一定影响，但不至于崩盘。而中国的政策也将呈现温和放松的局面。

在崩溃模式下，将会出现希腊等非核心国家无序退出的局面，意大利的债务在明年出现崩溃。这种模式下，欧洲银行业和核心区国家的经济将受到严重影响，欧洲将深度衰退，世界经济出现二次探底。而中国的经济增长将大幅放缓，政策被迫大幅度放松。

在奇迹模式下，欧元区的财政紧缩将受到全体民众的接受，债务减记得到良好执行，希腊和意大利都能留在欧元区，欧元区平稳度过流动性风险，从而带动实体经济复苏。如果出现这种模式，中国的政策余地将比较充分，但这种模式的可能性较小，从本次下调存准率来看，管理层对这种模式出现也不抱很大希望。

不得不指出的是，欧元区的危机是长期化的和制度结构性的缺陷带来的，这也将在中长期困扰市场。与此同时，欧洲央行在十二月恐仍将降息，英国已经重启宽松，美国正在享受美元回流带来的隐形QE3的盛宴，而新兴市场国家的通胀拐点已经确认，从国际大环境来看，全球化的新一轮宽松正在酝酿。

三、市场研判

沿着上面的分析，我们去寻找市场的足迹。

短期来看，此次下调存准率对市场提振作用明显。首先本次是全部下调，而非差别性下调，多少有些超出市场预期；其次，本次下调恰逢中央经济工作会议即将召开之际，又赶在11月的最后一天下调，将使得市场对中央经济工作会议的政策定调产生强烈预期；最后，本次下调的拐点意义十分明确，政策底部的信号强烈。

中期来看，市场仍将继续寻找“市场底”。在经过短期疯狂之后，前文所述的宏观面和供需面恶化的现实仍是市场需要面对的课题，股市将经历上市公司业绩的下滑，同时创业板的退市制度可能加重这种担忧，而融资融券的放开也在深刻改变市场的盈利模式，对冲的大时代已经到来；未来3-4个月，制造业将经历去库存的阶段，下游的需求改善有滞后性，所以，供需面也将制约商品的上涨。欧债危机如果走基本模式，外围市场也只能当反弹对待，而如果走崩溃模式，则全球风险市场的暴跌不可避免。所以，中期来看，市场底仍需等待。

长期来看，牛市可期。随着中国经济的见底，需求的逐步好转，企业盈利能力的提升，以及明年可能出现的全球化宽松政策的再现，市场底将可能出现在明年1季度末或2季度，此后，市场将迎来一波大级别的上涨行情。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其它报告，本报告反映公司分析师本人的意见与结论，并不代表我公司的立场。未经我公司同意，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改